

## Forex Flash

### Il dollaro alla prova dei dazi

Il biglietto verde ha mostrato una resilienza superiore alle attese nonostante l'ulteriore incertezza iniettata dalla decisione della Corte Suprema sui dazi IEEPA.

Le prospettive per l'euro appaiono costruttive, sostenute da un miglioramento del quadro macroeconomico e da una BCE che si prevede rimarrà ferma per il prossimo futuro.

Le recenti nomine alla BoJ hanno alimentato il timore di una deriva dovish rispetto alle precedenti aspettative di mercato, che prezzavano una stance di politica monetaria più aggressiva.

La PBOC è recentemente intervenuta per frenare il rapido apprezzamento dello yuan, che ha raggiunto i livelli più forti degli ultimi tre anni rispetto al dollaro.

**USD** – Il biglietto verde ha mostrato una resilienza superiore alle attese. Sebbene la decisione della Corte Suprema sui dazi IEEPA abbia iniettato ulteriore incertezza sugli sviluppi futuri della politica tariffaria, riteniamo che l'impatto negativo sarà nel complesso limitato. L'amministrazione ha risposto con un "global tariff" sostitutivo (tra il 10% ed il 15% per alcuni paesi). Questa sostituzione limita l'impatto sui ricavi fiscali e segnala una policy relativamente più cauta rispetto alle ipotesi più estreme. Il minore impulso tariffario dovrebbe ridurre i rischi di ribasso per la crescita e sostenere la fiducia degli investitori.

I recenti toni della Federal Reserve hanno fornito un significativo supporto al dollaro, contrastando in parte le pressioni derivanti dall'incertezza politica. In particolare, durante la riunione di gennaio, diversi esponenti della Fed hanno segnalato la propria apertura a eventuali rialzi dei tassi qualora l'inflazione dovesse rimanere elevata, un atteggiamento "hawkish" che ha contribuito ad un recupero del biglietto verde.

La nomina di Warsh alla guida della Federal Reserve è stata accolta come una scelta di continuità, meno controversa del previsto, suggerendo un approccio dipendente dai dati. Detto ciò, sebbene si preveda un rimbalzo nel breve termine a causa di condizioni di iperpenduto, le previsioni per il resto del 2026 rimangono ribassiste.

Le nostre previsioni sulle prossime mosse di politica monetaria rimangono orientate verso una progressiva riduzione dei tassi. Lo scenario base prevede due tagli dei tassi da 25 punti base nel 2026, rispettivamente a giugno e settembre, per raggiungere un tasso terminale compreso tra il 3,00% e il 3,25%.

Gli investitori si stanno inoltre spostando verso valute che combinano beta ciclico, esposizione alle commodity e valutazioni convenienti, come il dollaro australiano, il rand sudafricano e il real brasiliano. Inoltre, la persistente sovraperformance dei mercati azionari europei e giapponesi rispetto a quelli statunitensi ha fornito un ulteriore impulso alla diversificazione dei portafogli fuori dal dollaro.

**EUR** - L'Euro si posiziona come una delle alternative preferite al dollaro statunitense, sostenuto da fondamentali di crescita in miglioramento nell'Eurozona. La politica fiscale espansiva in Germania sta finalmente agendo da catalizzatore per il recupero della dinamica industriale tedesca, fornendo un supporto strutturale alla valuta europea.

Dato che la crescita sta migliorando e l'inflazione si sta stabilizzando su livelli coerenti con il target nel medio termine, la BCE mantiene una posizione di attesa. A nostro avviso c'è una barriera piuttosto alta per ulteriori mosse di politica monetaria, con tassi previsti stabili al 2,00% per gran parte del 2026. L'inflazione core è scesa al 2,2% a/a a gennaio e si prevede che possa calare ulteriormente entro la fine del 2026. Questo

27 febbraio 2026

Nota Settimanale

Research Department

Rates, FX & Commodities  
Research

Sergio Capaldi  
Strategist FI & FX

raffreddamento è favorito dalla decelerazione dei salari, da un euro più forte e da potenziali effetti deflattivi derivanti dalla competizione commerciale con la Cina. I dati congiunturali più recenti indicano un rafforzamento della crescita dell'area euro, con il PIL del quarto trimestre 2025 al +0,3% t/t, superando le aspettative di consenso. Per il 2026 si prevede una crescita complessiva dell'1,1%, supportata dai guadagni dei redditi reali e da una politica fiscale espansiva in Germania, che da sola potrebbe aggiungere 0,5 punti percentuali alla crescita tedesca quest'anno.

Le previsioni per il cross EUR/USD indicano un raggiungimento di quota 1,25 su di un orizzonte di 12 mesi. Questa forza è alimentata anche da una rotazione degli investitori verso asset non statunitensi, attirati dalle valutazioni convenienti delle azioni europee che scambiano con un ampio sconto rispetto a quelle USA.

**GBP** – In vista delle Spring Forecast dell'OBR (3 marzo), manteniamo un orientamento positivo sulla Sterlina. I dati preliminari indicano che l'indebitamento netto del settore pubblico sta sottoperformando le previsioni ufficiali, grazie soprattutto alla riduzione degli oneri per interessi. Prevediamo che la Sterlina continuerà a beneficiare di questa stabilità, puntando a un target a 12 mesi di 1,36 per il cross GBP/USD.

**JPY** - La vittoria di Sanae Takaichi ha alimentato aspettative di stimoli fiscali, ma lo Yen rimane vulnerabile a causa dell'ampio differenziale di tassi. Un fattore stabilizzante cruciale è stato il recente "rate-check" congiunto tra Stati Uniti e Giappone, che ha arrestato la spirale di deprezzamento. Tuttavia, una vera inversione di tendenza richiederà segnali più decisi di rimpatrio dei capitali o un inasprimento più aggressivo della BoJ (il nostro scenario base prevede il prossimo rialzo di 25bp a luglio).

Le recenti nomine alla BoJ hanno introdotto diversi elementi di incertezza. I due nuovi candidati per il consiglio della BoJ, Toichiro Asada e Ayano Sato, hanno una storia di commenti a favore di politiche monetarie accomodanti e pro-reflazione. Questo orientamento ha alimentato il timore di una deriva dovish rispetto alle precedenti aspettative di mercato, che prezzavano una stance di politica monetaria più aggressiva.

Queste nomine hanno probabilmente ridotto le probabilità di un rialzo dei tassi nella prima metà del 2026, ma non dovrebbero ostacolare un intervento a luglio. Le nomine sono interpretate come un segnale delle preferenze politiche del Primo Ministro Takaichi, che ha espresso preoccupazione per ulteriori rialzi dei tassi. Nonostante il recupero dello yen dopo le elezioni, i dati sui flussi di portafoglio suggeriscono che la domanda degli investitori giapponesi per asset esteri rimane invariata. Senza un restringimento significativo del differenziale dei tassi, è improbabile che si verifichi un massiccio rimpatrio di capitali verso asset domestici. Se il ciclo dei rialzi della BoJ rimarrà contenuto, esiste il rischio concreto che il cross USD/JPY possa riavvicinarsi a quota 160. In questo scenario, solo un intervento diretto sul mercato dei cambi potrebbe offrire un supporto temporaneo allo yen. Una maggiore subordinazione della politica monetaria a quella fiscale (ultra-espansiva) potrebbe pesare ulteriormente sulla valuta, specialmente se i mercati inizieranno a incorporare un premio per il rischio fiscale più elevato negli asset giapponesi. Un parziale contrappeso a questi rischi è arrivato dal Governatore Kazuo Ueda, il quale ha recentemente dichiarato che la banca centrale continuerà a monitorare i dati per decidere il percorso dei tassi, mantenendo aperta la porta a rialzi nel breve termine.

**CNY** – Le autorità monetarie cinesi (PBOC) sono recentemente intervenute per frenare il rapido apprezzamento dello yuan, che ha raggiunto i livelli più forti degli ultimi tre anni rispetto al dollaro. La PBOC punta a un apprezzamento graduale e controllato per proteggere il settore export in un contesto di debole domanda interna. Attraverso

la gestione della banda di oscillazione giornaliera del 2%, le autorità stanno infatti cercando di smussare la volatilità piuttosto che invertire completamente il trend, visti i forti flussi derivanti dai surplus commerciali.

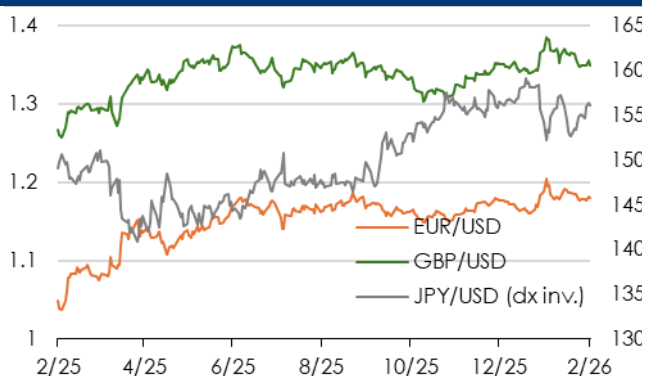
Nonostante la cautela della PBOC nel frenare guadagni troppo rapidi, la profonda sottovalutazione della valuta (-20% secondo i nostri modelli) e la forza del settore export suggeriscono una continuazione dell'outperformance. La pressione verso l'apprezzamento dovrebbe spingere il cross con il dollaro americano a 6.80 su di un orizzonte di 12 mesi.

**AUD** – Il dollaro australiano è una delle valute G10 preferite grazie ai robusti fondamentali dell'Australia e ad una banca centrale (RBA) decisamente hawkish. Con un'inflazione annuale al 3,8%, la RBA ha recentemente alzato i tassi al 3,85%, segnalando la possibilità di ulteriori strette. Questo differenziale di tassi favorevole supporta l'AUD, con il cross verso USD previsto a 0,72 e 0,74 rispettivamente a 12 e 24 mesi.

**CAD** - Il rischio di un'uscita degli Stati Uniti dall'USMCA pone il dollaro canadese in una posizione di svantaggio relativo. Il dollaro canadese si trova attualmente in una posizione complessa, schiacciato tra fondamentali di lungo periodo favorevoli e rischi commerciali immediati che ne limitano il potenziale di apprezzamento nel breve termine. Il principale vento contrario per la valuta è la rinnovata tensione commerciale con gli Stati Uniti. Esistono infatti indicazioni che l'amministrazione Trump stia considerando l'uscita dal trattato USMCA per perseguire accordi bilaterali separati con Canada e Messico. La scadenza del 1° luglio riguardante la revisione dell'USMCA potrebbe vedere il riemergere di tensioni e di una accresciuta volatilità.

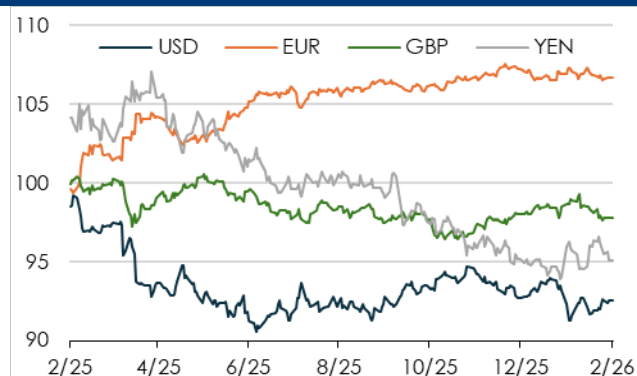
Il CAD rimane d'altro canto una delle valute più sensibili agli shock sul prezzo del petrolio. I rally delle commodity energetiche tendono a sostenere la valuta, e qualsiasi interruzione dell'offerta globale rappresenta un rischio al rialzo per il CAD.

**Euro, Pound, Yen vs USD**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati WS-Datastream

**Nominal Exchange Rate (BIS, rebased 01/01/25=100)**



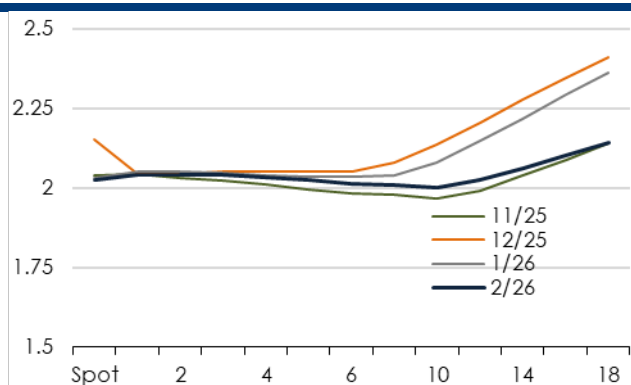
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati WS-Datastream

## Tassi di Cambio

	Valori storici					Previsioni					
	-24m	-12m	-6m	-3m	-1m	27-02-26	+1m	+3m	+6m	+12m	+24m
EUR/USD	1.08	1.04	1.16	1.16	1.20	1.1804	1.18	1.19	1.20	1.25	1.18
USD/JPY	151	150	147	156	152	156.15	155.00	154.00	152.00	150.00	145.00
GBP/USD	1.27	1.26	1.35	1.32	1.38	1.3492	1.35	1.35	1.35	1.36	1.32
EUR/CHF	0.95	0.94	0.93	0.93	0.92	0.9124	0.93	0.93	0.92	0.92	0.92
EUR/SEK	11.17	11.18	11.09	10.99	10.56	10.6653	11.08	11.00	10.70	10.70	10.60
EUR/NOK	11.40	11.69	11.73	11.78	11.52	11.2250	11.50	11.40	11.40	11.30	11.10
EUR/DKK	7.45	7.46	7.47	7.47	7.47	7.4721	7.46	7.45	7.45	7.44	7.45
USD/CAD	1.35	1.44	1.38	1.40	1.36	1.3674	1.37	1.36	1.35	1.34	1.32
AUD/USD	0.65	0.62	0.65	0.65	0.70	0.7114	0.71	0.71	0.72	0.72	0.74
NZD/USD	0.62	0.56	0.59	0.57	0.60	0.5985	0.60	0.63	0.63	0.64	0.65
EUR/JPY	163	156	172	181	183	184.36	182.90	183.26	182.40	187.50	171.10
EUR/GBP	0.85	0.82	0.86	0.88	0.87	0.8748	0.87	0.88	0.89	0.92	0.89
EUR/CAD	1.47	1.50	1.60	1.63	1.63	1.6143	1.62	1.62	1.62	1.68	1.56
EUR/AUD	1.66	1.67	1.79	1.77	1.72	1.6593	1.66	1.68	1.67	1.74	1.59
EUR/NZD	1.76	1.85	1.99	2.02	1.99	1.9716	1.97	1.89	1.90	1.95	1.82

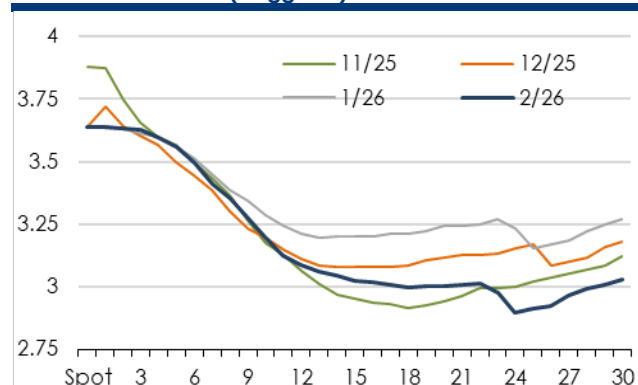
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati WS-Datastream

## Euribor 3M Futures



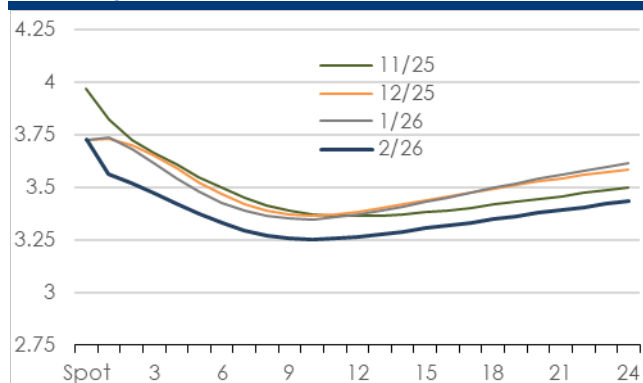
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati WS-Datastream

## US Fed Funds Futures (30 gg CBT)



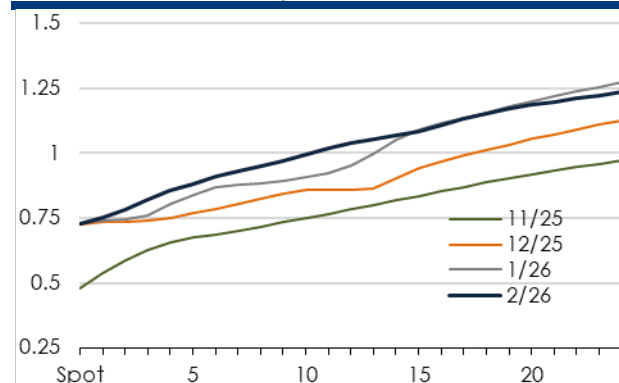
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati WS-Datastream

## UK Overnight Index Swap Forward Curve



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati WS-Datastream

## Japanese Forward Overnight Index Swap Rate



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati WS-Datastream

## Appendice

### Certificazione degli analisti e comunicazioni importanti

Gli analisti che hanno redatto il presente documento dichiarano che le opinioni, previsioni o stime contenute nel documento stesso sono il risultato di un autonomo e soggettivo apprezzamento dei dati, degli elementi e delle informazioni acquisite e che nessuna parte del proprio compenso è stata, è o sarà, direttamente o indirettamente, collegata alle opinioni espresse.

Il presente documento è stato preparato da Intesa Sanpaolo SpA e distribuito da Intesa Sanpaolo SpA, Intesa Sanpaolo SpA-London Branch (membro del London Stock Exchange) e da Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp. (membro del NYSE e del FINRA). Intesa Sanpaolo SpA si assume la piena responsabilità dei contenuti del documento. Inoltre, Intesa Sanpaolo SpA si riserva il diritto di distribuire il presente documento ai propri clienti. Intesa Sanpaolo SpA è una banca autorizzata dalla Banca d'Italia ed è regolata dall'FCA per lo svolgimento dell'attività di investimento nel Regno Unito e dalla SEC per lo svolgimento dell'attività di investimento negli Stati Uniti.

Le opinioni e stime contenute nel presente documento sono formulate con esclusivo riferimento alla data di redazione del documento e potranno essere oggetto di qualsiasi modifica senza alcun obbligo di comunicare tali modifiche a coloro ai quali tale documento sia stato in precedenza distribuito. Le informazioni e le opinioni si basano su fonti ritenute affidabili, tuttavia nessuna dichiarazione o garanzia è fornita relativamente all'accuratezza o correttezza delle stesse.

Lo scopo del presente documento è esclusivamente informativo. In particolare, il presente documento non è, né intende costituire, né potrà essere interpretato, come un documento d'offerta di vendita o sottoscrizione di alcun tipo di strumento finanziario. Inoltre, non deve sostituire il giudizio proprio di chi lo riceve.

Intesa Sanpaolo SpA non si assume alcun tipo di responsabilità derivante da danni diretti, conseguenti o indiretti determinati dall'utilizzo del materiale contenuto nel presente documento.

Il presente documento potrà essere riprodotto o pubblicato esclusivamente con il nome di Intesa Sanpaolo SpA.

Il presente documento è stato preparato e pubblicato esclusivamente per, ed è destinato all'uso esclusivamente da parte di, Società che abbiano un'adeguata conoscenza dei mercati finanziari, che nell'ambito della loro attività siano esposte alla volatilità dei tassi di interesse, dei cambi e dei prezzi delle materie prime e che siano finanziariamente in grado di valutare autonomamente i rischi.

Tale documento, pertanto, potrebbe non essere adatto a tutti gli investitori e i destinatari sono invitati a chiedere il parere del proprio gestore/consulente per qualsiasi necessità di chiarimento circa il contenuto dello stesso.

Per i soggetti residenti nel Regno Unito: il presente documento non potrà essere distribuito, consegnato o trasmesso nel Regno Unito a nessuno dei soggetti rientranti nella definizione di "private customers" così come definiti dalla disciplina dell'FCA.

CH: Queste informazioni costituiscono un'advertisement in relazione agli strumenti finanziari degli emittenti e non sono prospetto informativo ai sensi della legge svizzera sui servizi finanziari ("SerFi") e nessun prospetto informativo di questo tipo è stato o sarà preparato per o in relazione all'offerta degli strumenti finanziari degli emittenti. Le presenti informazioni non costituiscono un'offerta di vendita né una sollecitazione all'acquisto degli strumenti finanziari degli emittenti.

Gli strumenti finanziari degli emittenti non possono essere offerti al pubblico, direttamente o indirettamente, in Svizzera ai sensi della FinSa e non è stata né sarà presentata alcuna richiesta per l'ammissione degli strumenti finanziari degli emittenti alla negoziazione in nessuna sede di negoziazione (Borsa o sistema multilaterale di negoziazione) in Svizzera. Né queste informazioni né qualsiasi altro materiale di offerta o di marketing relativo agli strumenti finanziari degli emittenti possono essere distribuiti pubblicamente o resi altrimenti disponibili al pubblico in Svizzera.

Per i soggetti di diritto statunitense: il presente documento può essere distribuito negli Stati Uniti solo ai soggetti definiti 'Major US Institutional Investors' come definito dalla SEC Rule 15a-6. Per effettuare operazioni mobiliari relative a qualsiasi titolo menzionato nel presente documento è necessario contattare Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp. negli Stati Uniti (vedi sotto il dettaglio dei contatti).

Intesa Sanpaolo SpA pubblica e distribuisce ricerca ai soggetti definiti 'Major US Institutional Investors' negli Stati Uniti solo attraverso Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp., 1 William Street, New York, NY 10004, USA, Tel: (1) 212 326 1199.

### Incentivi relativi alla ricerca

Ai sensi di quanto previsto dalla Direttiva Delegata 593/17 UE, il presente documento è classificabile quale incentivo non monetario di minore entità in quanto:

- contiene analisi macroeconomiche (c.d. Macroeconomic Research) o è relativo a Fixed Income, Currencies and Commodities (c.d. FICC Research) ed è reso liberamente disponibile al pubblico indistinto tramite pubblicazione sul sito web della Divisione IMI Corporate & Investment Banking ([www.imi.intesasanpaolo.com](http://www.imi.intesasanpaolo.com)) - Q&A on Investor Protection topics - ESMA 35-43-349, Question 8 e 9.

## Metodologia di distribuzione

Il presente documento è per esclusivo uso del soggetto che lo riceve da Intesa Sanpaolo SpA e non potrà essere riprodotto, ridistribuito, direttamente o indirettamente, a terzi o pubblicato, in tutto o in parte, per qualsiasi motivo, senza il preventivo consenso espresso da parte di Intesa Sanpaolo SpA. Il copyright ed ogni diritto di proprietà intellettuale sui dati, informazioni, opinioni e valutazioni di cui alla presente scheda informativa è di esclusiva pertinenza del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, salvo diversamente indicato. Tali dati, informazioni, opinioni e valutazioni non possono essere oggetto di ulteriore distribuzione ovvero riproduzione, in qualsiasi forma e secondo qualsiasi tecnica ed anche parzialmente, se non con espresso consenso per iscritto da parte di Intesa Sanpaolo SpA.

Chi riceve il presente documento è obbligato a uniformarsi alle indicazioni sopra riportate.

## Metodologia di valutazione

I commenti sui dati macroeconomici vengono elaborati sulla base di notizie e dati macroeconomici e di mercato disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e LSEG Datastream. Le previsioni macroeconomiche, sui tassi di cambio e sui tassi d'interesse sono realizzate dal Research Department di Intesa Sanpaolo SpA, tramite modelli econometrici dedicati. Le previsioni sono ottenute mediante l'analisi delle serie storico-statistiche rese disponibili dai maggiori data provider ed elaborate sulla base anche dei dati di consenso tenendo conto delle opportune correlazioni fra le stesse.

## Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

Intesa Sanpaolo SpA e le altre società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo (di seguito anche solo "Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo") si sono dotate del "Modello di organizzazione, gestione e controllo ai sensi del Decreto Legislativo 8 giugno 2001, n. 231" (disponibile sul sito internet di Intesa Sanpaolo SpA, all'indirizzo: <https://group.intesasanpaolo.com/it/governance/dlgs-231-2001>) che, in conformità alle normative italiane vigenti ed alle migliori pratiche internazionali, include, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, ivi compresi adeguati meccanismi di separazione organizzativa, noti come Barriere informative, atti a prevenire un utilizzo illecito di dette informazioni nonché a evitare che gli eventuali conflitti di interesse che possono insorgere, vista la vasta gamma di attività svolte dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, incidano negativamente sugli interessi della clientela.

In particolare, l'esplicitazione degli interessi e le misure poste in essere per la gestione dei conflitti di interesse – in accordo con quanto prescritto dagli articoli 5 e 6 del Regolamento Delegato (UE) 2016/958 della Commissione, del 9 marzo 2016, che integra il Regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sulle disposizioni tecniche per la corretta presentazione delle raccomandazioni in materia di investimenti o altre informazioni che raccomandano o consigliano una strategia di investimento e per la comunicazione di interessi particolari o la segnalazione di conflitti di interesse e successive modifiche ed integrazioni, dal FINRA Rule 2241 e 2242 ove applicabile, così come dal FCA Conduct of Business Sourcebook regole COBS 12.4 – tra il Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo e gli emittenti di strumenti finanziari, e le società del loro gruppo, nelle raccomandazioni prodotte dagli analisti di Intesa Sanpaolo SpA sono disponibili nelle "Regole per Studi e Ricerche" e nell'estratto del "Modello aziendale per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse", pubblicato sul sito internet di Intesa Sanpaolo SpA all'indirizzo <https://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>.

Si segnala che una o più società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo:

- negoziano o potrebbero negoziare in conto proprio strumenti finanziari (inclusi strumenti finanziari derivati) a cui questo documento fa riferimento;
- intendono sollecitare attività di investment banking o ottenere un compenso nei prossimi tre mesi dagli strumenti finanziari oggetto della presente relazione.

Inoltre, in conformità con i suddetti regolamenti, le specifiche informative relative agli interessi e ai conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo sono disponibili all'indirizzo <https://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-dei-conflitti-di-interesse> ed aggiornate almeno al giorno prima della data di pubblicazione del presente studio.

Intesa Sanpaolo SpA agisce come market maker nei mercati all'ingrosso per i titoli di Stato dei principali Paesi europei e ricopre il ruolo di Specialista in Titoli di Stato, o similare, per i titoli emessi, tra gli altri, dalla Repubblica italiana.

### Intesa Sanpaolo SpA Research Department - Responsabile Gregorio De Felice

#### Macroeconomic Analysis

Luca Mezzomo (Responsabile)

luca.mezzomo@intesasanpaolo.com

#### Rates, FX & Commodities Research

Chiara Manenti (Responsabile)

chiara.manenti@intesasanpaolo.com

Sergio Capaldi (Rates and Forex)

sergio.capaldi@intesasanpaolo.com

Asmara Jamaleh (Forex)

asmara.jamaleh@intesasanpaolo.com

Daniela Corsini (Commodities)

daniela.corsini@intesasanpaolo.com